

学校编码: 10384
学 号: 32120111150587

分类号_____密级_____
UDC_____



硕 士 学 位 论 文

非正式制度视角下社会信任与公司 财务政策的实证研究

**An Empirical Study into the Relationship between
Social Credibility and Corporate Financing Decision
from the Perspective of Informal Regulation**

王焕新

指导教师姓名: 屈文洲 教授

专 业 名 称: 财 务 学

论文提交日期: 2014 年 4 月

论文答辩时间: 2014 年 月

学位授予日期: 2014 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2014 年 4 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

摘要

新制度经济学认为,用以界定、规范和协调人们经济活动和经济关系的经济制度包括“正式制度”和“非正式制度”。随着人类社会的不断发展,非正式制度在某些情况下比正式制度还要重要。学者普遍认为改革开放以来的“中国经济奇迹”验证了与现行社会制度相匹配的非正式制度,可以促进国民经济的健康发展。

信任是非正式制度的重要组成部分,和价值信念、风俗习惯、意识形态等一同构成非正式制度的内涵。信任是除人力资本和物质资本之外决定一个国家经济增长和社会进步的一种主要社会资本。它可以提高人与人之间彼此规范、坦诚合作的预期,促进合作行为的产生。同时也可以减少经济主体合作过程中可能出现的道德风险问题,降低合作的成本。与法律、所有制等正式制度相比,信任在各经济主体之间起着“润滑剂”的作用,是一种隐性的约束和激励。

非正式制度不仅在宏观层面影响着经济、金融发展,在微观层面也影响着企业的财务决策环境,其中尤以信任和社会参与度对公司投融资环境及战略决策影响最大。我国幅员辽阔,地域上的广袤和地区文化上的巨大差异,使得社会信任在各个地区也存在着明显不同,这为本文提供了研究的切入点。不同区域之间不同的社会信任水平对企业的财务决策会造成什么样的影响?社会信任在企业制定公司政策的过程中发挥什么样的作用?这是本文研究的核心问题。

本文从微观视角出发,以 2002 年至 2009 年间的中国 A 股上市公司为研究样本,系统研究了信任水平对公司的融资结构和债务融资成本的影响,并为研究社会信任与公司并购行为的关系做出了贡献。研究发现:(1) 社会信任水平越高的地区更容易发生并购重组行为、发生并购的次数也越多;(2) 社会信任水平显著影响企业的债务融资成本,社会信任越高,企业的债务融资成本越低,但社会信任水平与企业的资产负债率成反比;(3) 较高的社会信任能降低企业的投资—现金流敏感度,缓解企业的融资约束问题。

关键词: 社会信任; 财务决策; 并购行为

ABSTRACT

New Institutional Economics suggest that economic regulations that are used to define, regulate and coordinate people's economic activities and relationships contain both "formal regulations" and "informal regulations". Accompanied with continuous development of human beings, information regulations are more important than formal regulations under some circumstances. Scholars generally hold viewpoints that "Chinese economic miracle" since the reform and open up policy had testified the information regulations that are matched with the current social system, which can promote the healthy development of the national economy.

Credibility is an important component of informal regulation, which constructs the essence of information regulation together with value and belief, custom and habit as well as ideology. Aside from human capital and material capital, credibility is regarded as a main type of social capital that determines the economic growth and social progress of a country. It can improve the anticipation of human mutually normative and honest cooperation, which would promote the emergence of cooperative behavior. Additionally, it can also reduce the possibility of moral hazard within the process of cooperation among economic entities. In comparison to law ownership and other formal regulations, credibility plays the role of "lubrication" among different economic entities, which can be regarded as an implicit incentive and constraint.

Informal regulation not only influences the economic and financial development from the macroeconomic dimension, but also affects the corporate finance decisions from the microeconomic perspective. Among all those affects, credibility and social participating degree affects most significantly upon corporate investing and financing environment as well as strategic decision makings. Vast territory and wide regions coupled with considerable distinction of regional culture contribute to the significant difference of social credibility among different districts, which provide the entry point for this dissertation. What effects will different social credibility levels among different districts exert upon corporate financial decision makings? What functions

will social credibility play in the process of corporate financial decision makings? Those are core issues this dissertation tries to focus on.

This dissertation stands from the micro-perspective, which focuses on the research sample of Chinese A share listed companies from 2002 to 2009. It systematically explores into the impacts of credibility level on corporate finance structure and debt financing costs, which makes contribution to the research field in respect to the role social credibility plays in corporate mergers and acquisitions (M&A) behavior. This research finally finds that: (1) Districts with higher social credibility level will tend to contribute to higher possibility of the emergence of merger and acquisition behavior as well as higher frequency of mergers and acquisitions; (2) Social credibility level significantly affects the debt financing costs of a corporation. Higher level of social credibility contributes to lower debt financing costs. Nonetheless, there is significantly negative relationship between corporate social credibility level and debts-to-assets ratio; (3) Social credibility tends to decrease corporate investments – cash flows sensitivity, which will alleviate the corporate financing constraints problem.

Key Words: Social credibility; Financial decision making; Mergers and acquisition

目录

第一章 绪论	1
1.1 研究背景与问题的提出	1
1.2 研究思路	3
1.3 研究框架	4
1.4 研究的改进与创新	6
第二章 文献综述	8
2.1 非正式制度与社会信任的研究前沿	8
2.1.1 非正式制度	8
2.1.2 社会信任	8
2.2 信任与并购重组行为的文献综述	9
2.3 债务融资成本，融资结构文献综述	10
2.3.1 债务融资成本	10
2.3.2 融资结构	11
2.4 公司融资约束文献综述	13
第三章 研究设计	15
3.1 理论分析与研究假设	15
3.1.1 信任与公司财务行为的理论分析	15
3.1.2 信任与并购重组行为	16
3.1.3 信任与债务融资成本、融资结构的研究假设	18
3.1.4 信任与公司融资约束的研究假设	19
3.2 研究样本与数据来源	20
3.3 理论模型	21
3.4 变量定义	22
3.4.1 被解释变量	24
3.4.2 解释变量	24
3.4.3 控制变量	25
第四章 实证结果分析	27

4.1 主要变量的描述性统计	27
4.2 变量的相关性分析	28
4.3 回归结果分析	33
4.3.1 单变量分析	33
4.3.2 实证结果分析	34
第五章 稳健性检验	45
5.1 重新度量信任	45
5.2 以各模型的全样本进行稳健性检验	48
第六章 结论与不足	51
6.1 主要研究结论	51
6.2 研究的不足及展望	52
参考文献	53
致谢	58

Contents

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Research background and issue proposition	1
1.2 Research mainline	3
1.3 Research framework	4
1.4 Research improvement and innovation.....	6
Chapter 2 Literature Review	8
2.1 Information regulation and social credibility	8
2.1.1 Informatin regulation	8
2.1.2 Social credibility	8
2.2 Credibility and merger and acquisition behavior	9
2.3 Debt financing costs and financing structure	10
2.3.1 Debt financing costs	10
2.3.2 Financing structure	11
2.4 Corporate financing constraints	13
Chapter 3 Research Design.....	15
3.1 Thoeretical analysis and research hypothesis.....	15
3.1.1 Credibility and corporate financing behavior	15
3.1.2 Credibility and merger and acquisition behavior	16
3.1.3 Credibility and debt financing costs、 capital structure	18
3.1.4 Ccredibility and corporate financing constraints	19
3.2 Research sample and data source	20
3.3 Theoretical model.....	21
3.4 Variable definition.....	22
3.4.1 Dependent variable	23
3.4.2 Independent variable.....	24
3.4.3 Control variable	25

Chapter 4 Empirical Results Analysis	27
4.1 Descriptive statistics of main variables	27
4.2 Correlation analysis of variables	28
4.3 Regression results analysis	33
4.3.1 Single variable analysis	33
4.3.2 Empirical results analysis	34
Chapter 5 Robustness Test	45
5.1 Re-measure credibility	45
5.2 Robustness test based on all samples.....	48
Chapter 6 Conclusion and limitation.....	51
6.1 Main research conclusions.....	51
6.2 Research limitation and prospects.....	52
Reference	53
Acknowledgements	58

第一章 绪论

1.1 研究背景与问题的提出

新制度经济学派认为,用以界定、规范和协调人们经济活动及经济关系的“经济制度”包括了“正式制度”和“非正式制度”(North, 1981^[1])。非正式制度如道德,如习俗,即是“约定俗成”,没有成文却可以约束人们的行为;正式制度如法律,如果脱离习俗太远即使有强制约束也可能被钻空子。如此而言,规则的制定者与市场参与者均需了解哪些制度更具有约束力,哪怕只是非正式的制度。

“社会资本”在过去的十多年一直是经济学与社会学界讨论的热点,它与非正式制度关系紧密。需要指出的是二者虽然在概念上联系紧密,但并非完全相同。非正式制度是人与人之间长期交往活动形成的,具有连续性和持久性,可以融入到代代相传的文化之中,它主要包括价值理念、伦理道德,风俗习惯和意识形态等。而社会资本的定義目前未形成定论,主要的观点有3种(Serageldin 和 Grootaert, 2000^[2])。广义的社会资本不仅涵盖了社会习俗等非正式制度,同时也涵盖了法律、政治等正式制度以及社会关系和组织行为等。因此针对社会资本和非正式制度的研究虽有重合但热点和方向也存在区分。

信任问题研究涵盖社会学、心理学、组织行为学、经济学、营销学等诸多学科,不同学科从人际互动关系、团队行为、商品交换、经济博弈等不同角度对信任问题开展研究。自亚当·斯密提出了信任与人类经济活动关系,信任问题便与经济学联系起来。近年来在该领域的研究多把社会信任看作是一种社会资本,从社会资本的角度分析其在人类经济活动、宏观经济运行中起到的作用(Calderon 等, 2001^[3]; Guiso 等, 2004a^[4]; Putnam, 1993^[5]; Fukuyama, 1997^[6]; Knack 和 Keefer, 1997^[7]; 张维迎, 2002^[8])。这些研究充分挖掘信任问题的社会属性,把信任和制度规范联系起来,取得了一定的成果,研究金融运行与宏观经济的视角也得到了拓展;近年来,学者们渐渐开始从微观视角审视社会资本,研究社会资本在人与人之间,企业与企业之间的微妙关系,把社会资本与营销学、组织行

为学相结合 (Barney 和 Hansen, 1994^[9]; Sako 和 Helper, 1998^[10]), 开创了一个新的视角; 部分学者开创性地从微观视角思考社会资本与企业竞争力、创新研发及财务行为的相互作用 (Fan 等, 2008^[11]; Claessens 等, 2008^[12]; 戴亦一等, 2009^[13]; 潘越等, 2009^[14]; Ang 等, 2011^[15]), 特别是戴亦一等 (2009)^[13]、潘越等 (2009^[14], 2010^[16]) 对财务学领域的研究是个创新尝试。

但笔者认为一旦从微观视角把信任问题与企业问题相联系, 更多的是从人与人、企业与企业之间的经济博弈关系来研究信任带来的微观影响——这和探讨研究社会资本与金融市场、国家竞争力的角度是不同的: 社会资本在宏观问题中发挥的更多的是从信任问题的社会属性出发, 讨论信任与制度构建、组织形成、经济效率的协同作用, 而从微观角度的研究基础是分析个人与企业的经济人行为, 更多的是从人的道德信念与思想习惯入手, 从经济博弈的角度分析企业与个人的理性选择——不但体现信任的社会属性, 更体现信任的文化属性。因此, 由于社会资本包含了法律制度等宽广的内涵, 笔者认为信任问题在微观视角的研究更适合从非正式制度的角度来入手, 这是本文的一个创新性尝试。

将财务学的问题与其他领域的学科相结合, 是财务学近几年一个重点的发展分支, 其中著名的研究成果包括: 法律保护与金融市场的研究 (LLSV, 1997^[17]); 法律保护与股权分配、股利政策、控制权私利、资本成本等公司财务方面的研究 (LLSV, 2002^[18]); 部分学者利用心理学与财务行为的结合研究管理者的过度自信, 并解释企业的过度投资行为 (Malmendier 和 Tate, 2005^[19], 2008^[20]); 企业的政治关联对公司财务的影响 (Faccio 等, 2006^[21]); 社会学与财务学的结合 (Coleman 等, 1988^[22])。这些跨学科的研究拓宽了经典财务学的研究视角, 从将相关学科理论与财务学理论相结合, 促进了财务学研究成果的拓展。本文在戴亦一等 (2009)^[13]的研究视角上, 继续拓宽社会信任这一非正式制度对债务融资成本, 融资结构和融资约束的影响, 丰富了社会信任与公司财务行为这一领域的研究, 并创新性地尝试将社会信任与企业并购重组这一合作行为相联系, 试图为公司并购行为的研究开拓一个新的视角。

我国幅员辽阔, 地域上的广袤和地区文化上的巨大差异, 使得社会信任在各个地区也存在着明显不同。张维迎、柯荣住 (2002)^[8]利用社会学的理论进行分析,

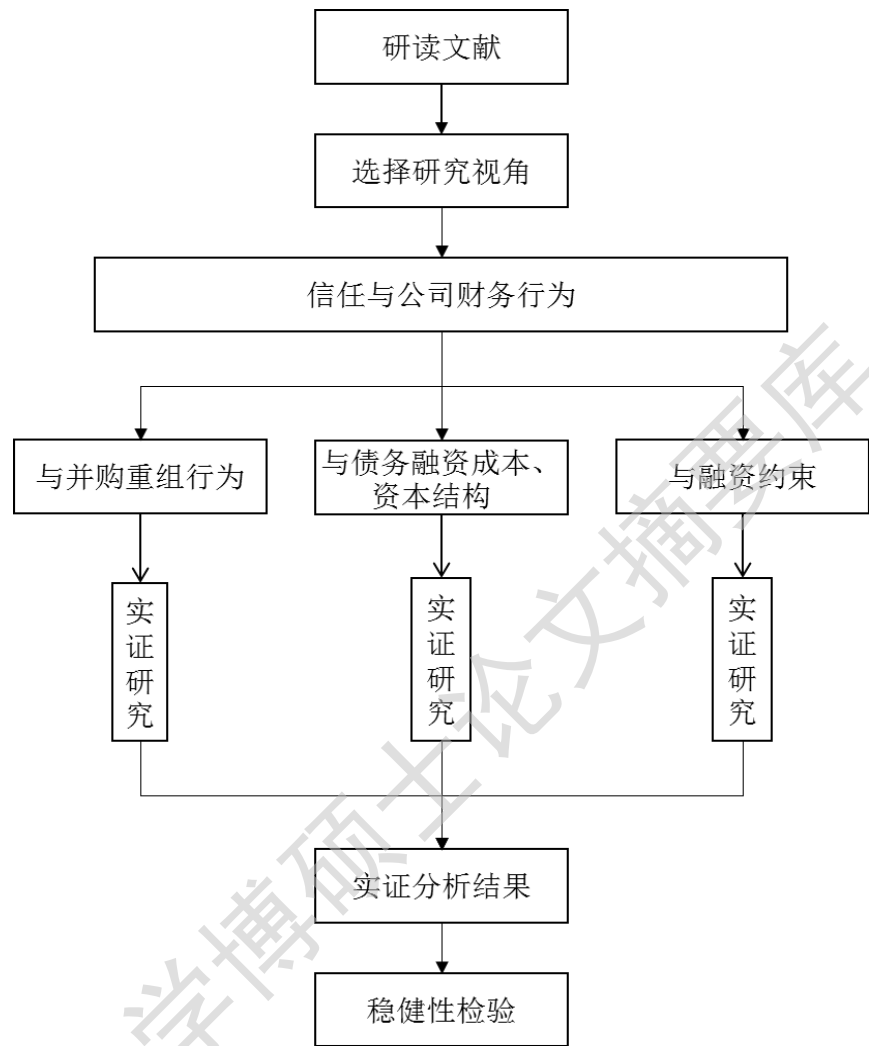
提出个体通过加入团体组织而获得“社会印章”(asocial seal of approval)，由于群体属性的存在，使得“团体荣誉”和“团体惩罚”更为可能，信任水平也是这种“印章”的一种，正是基于这种信任传递关系，基于地域差异的信任问题探讨是可行的，这为本文提供了研究的切入点。笔者认为在公司财务行为中，并购重组无疑是最典型的合作行为，相比企业的投资、融资行为，并购重组是多方博弈的结果，绝大多数的并购行为需遵从与并购双方的意愿，信任对于企业双方的合作有重要影响；社会信任作为一种非正式制度维护着债务契约的执行，可以降低机会主义行为以及道德风险的问题从而降低企业的债务融资成本，并对企业的资产负债水平产生影响；此外，信任作为一种非正式制度和正式制度一样可以改善外部市场环境、促进资源的合理分配，进一步缓解企业的融资约束问题。

1.2 研究思路

通过研读现有研究成果，笔者发现，大部分研究社会信任与经济学关系的文献都是基于信任的社会资本属性，探索社会信任与宏观经济发展、区域金融水平发展的关系，内容偏向宏观。亦已有少部分学者着眼于研究社会资本与公司资本结构、对外投资水平的关系，但这其中缺乏针对信任与公司债务融资成本、融资结构的关系的研究，且尚无文献把信任引入并购重组这个受信任水平影响极大的合作行为。本文选取非正式制度的微观视角，试图用地区信任水平的差异解释公司债务融资成本、融资结构的差异，并进一步探讨融资约束的问题；作为倍受信任影响的企业合作行为，并购重组行为也是本文研究的重点。

本文研究思路如图 1 所示，笔者首先梳理了社会信任问题及并购重组、债务融资成本与融资结构、企业融资约束问题的相关文献，分析相互的关系，在总结理论发展方向和研究热点趋势的情况下提出三个大假设；然后以 2002-2009 年中国 A 股上市公司为研究样本，在前人研究的基础上建立理论模型；再通过对实证检验结果的分析，验证社会信任水平对所选的公司财务政策和并购重组行为的影响；最后，选用特定方法进行稳健性检验，并提出研究的不足之处。

图 1 本文研究思路



资料来源：作者根据本文研究内容整理。

1.3 研究框架

本文的研究设计阐述如下：

第一章为绪论，该部分主要介绍全文的行文框架，具体包括研究背景及问题的提出、研究思路、研究设计以及研究改进与创新。

第二章为文献综述，对国内外关于社会信任与资本结构、并购行为等方面的相关文献进行了回顾。首先对社会信任方面的文献进行了简要的回顾和梳理，介绍了学术界对社会信任在财务学领域的研究成果；其次梳理了国内外对财务决策影响因素问题的研究，主要涵盖了企业并购行为的影响因素、企业的资本结构及

债务融资成本方面的研究。

第三章为研究设计，首先通过对以往研究的分析和推理，提出三个研究假设；其次介绍研究样本的筛选和处理方法，以及样本的数据来源等；该部分的最后，介绍本文的实证模型，并对相关变量的度量和选择进行解释。

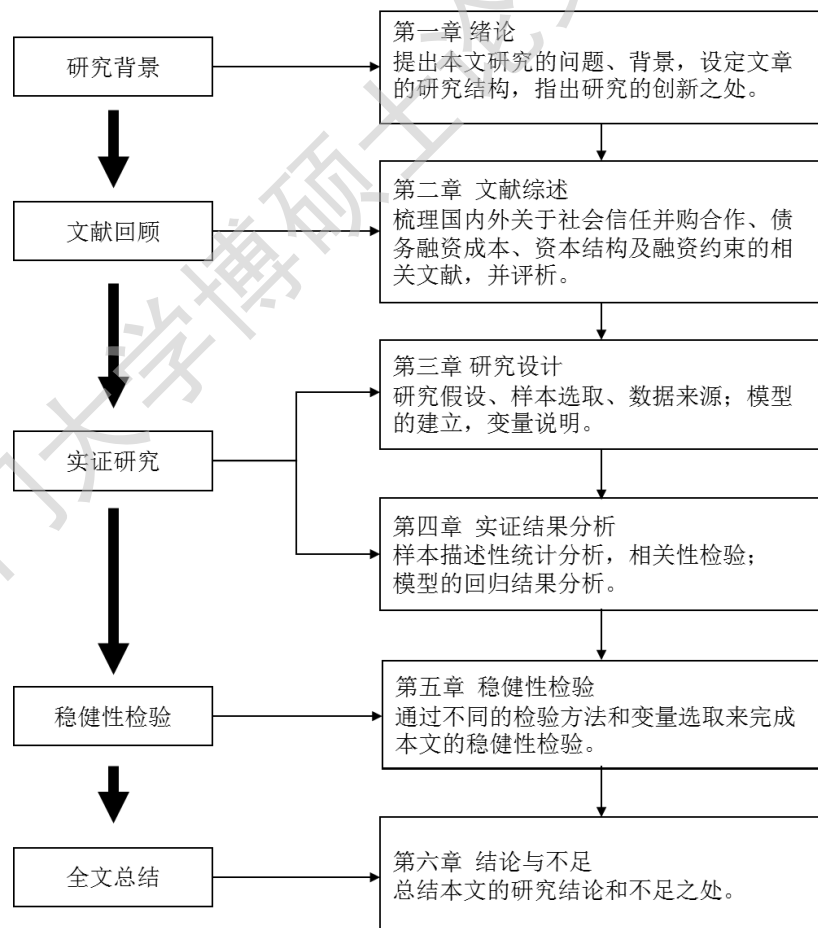
第四章为本文的实证结果部分，包括相关变量的描述性统计和相关性分析；其次是单变量分析，及对实证回归结果的解释和解释。

第五章是对本文的研究结果进行的稳健性检验。

第六章是对论文研究成果的总结，包括研究结论与文章不足。

全文的框架结构如下图所示：

图 2 本文的研究框架



资料来源：作者根据本文研究内容整理。

1.4 研究的改进与创新

当前我国经济发展快速转型，政策和制度上处于变革的高峰期，宏观经济、金融的发展受制于制度层面的变迁。非正式制度与正式的经济制度相辅相成，它可以协调利益关系，维护正义与信念；同时我国地域广阔，区域文化特征鲜明，非正式制度在我国不同区域间的差异显著，可以为研究提供合理视角。因而本文从非正式制度的角度出发，围绕公司这一重要的经济主体探讨非正式制度中的信任因素对公司财务行为的作用，这有别于先前非正式制度宏观视角的研究，有助于更好的理解非正式制度在经济运行中发挥的作用。

和已有的研究成果相比，本文的贡献主要体现在以下两个方面：

第一，拓展了非正式制度与财务学相结合的研究领域。从已有的研究文献来，探讨非正式制度与经济、金融的关系主要集中在对宏观经济以及经济效率的研究（Putnam, 1993^[5]；Fukuyama, 1997^[6]；Knack 和 Keefer, 1997^[7]；Guiso 等, 2004a^[4]）。而 Barney 和 Hansen（1994）^[9]、Sako 和 Helper（1998）^[10]跳出宏观领域从微观角度分析了社会信任与公司竞争力的关系，戴亦一等（2009）^[13]、潘越等（2009^[14]，2010^[16]）突破性的以微观视角实证研究了中国各省社会资本差异对上市公司的对外投资决策、股权投资类型选择以及多元化投资决策、债务结构方面的影响。本文单针对信任这一非正式制度，拓展了已有文献的研究成果，探讨信任与其他相关财务决策的影响，并开拓性地首次将信任与合作的关系引入公司并购重组问题的研究。

第二，丰富了对财务行为问题研究的视角。已有诸多文献实证结果显示，企业规模、企业成长性、利息保障能力、盈利能力、资产有形性、负债的水平等公司特征显著影响公司的债务融资成本（Bhojraj 和 Sengupta, 2003^[23]；Minnis, 2011^[24]），这些研究大多集中在公司治理和财务管理领域；同理，自 Modigliani 和 Miller(1958)^[25]提出“MM 理论”以来，针对资本结构的研究中有部分学者跳出公司治理考虑外部因素对资本结构的影响（Booth 等, 2001^[26]；肖作平, 2007^[27]；苏冬蔚和曾海舰, 2009^[28]；魏志华等, 2012^[29]等）；学界对融资约束问题的研究主要集中在信息不对称问题和代理问题，部分学者虽开始研究外部非完美市场对

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库